

## Resumen ejecutivo Perspectivas Económicas 2010

Francesc Xavier Mena, catedrático y profesor del

Departamento de Economía de ESADE

Enero 2010

1. La **economía mundial** está saliendo de la recesión provocada por la crisis financiera que estalló en agosto de 2007. La salida de la crisis está siendo distinta por áreas geográficas, tanto en el calendario temporal como en la intensidad de la recuperación. El rescate público del sistema bancario en Estados Unidos y la Unión Europea ha permitido la reducción de las tensiones financieras, aunque todavía no se hayan afluado todas las minusvalías. Las bolsas internacionales han descontado estos escenarios de recuperación. No obstante, los acuerdos del G-20 (Washington, Londres, Pittsburgh) no se están cumpliendo por los países firmantes (proteccionismo comercial, paraísos fiscales, incentivos del gobierno corporativo, etc.). Las **entidades financieras** estadounidenses están intentando reproducir un modelo de negocio que eluda las nuevas regulaciones que propone la Administración Obama y el Banco Internacional de Pagos. Por tanto, existe el **riesgo de una salida en falso de la crisis** que nos aboque a una recaída (“double-dip recession”).
2. **Estados Unidos** proyecta un escenario de recuperación lenta de la actividad económica a lo largo de 2010, apuntalada en los estímulos fiscales (déficit público y endeudamiento) y monetarios (tipos de interés al 0-0.25% y expansión monetaria). La progresiva retirada de los estímulos dificultará una salida vigorosa, lastrada por una tasa de desempleo del 10%, un déficit superior al 10% del PIB y una deuda pública que se aproxima al 100% de PIB.
3. Las economías de la **Unión Europea** registran una asincronía en la salida de la recesión. **Alemania** ya está teniendo una recuperación de sus tasas de inversión y de sus exportaciones. Sin embargo, **Reino Unido** está registrando la contracción más dilatada, con un sistema financiero muy dañado, y una libra esterlina depreciada incapaz de impulsar sus exportaciones. Las economías de **Irlanda** y España van a remolque de los acontecimientos, como consecuencia del derrumbe inmobiliario. La economía de **Grecia** enfrenta un ajuste fiscal profundo. Los **países bálticos y del Este europeo** están realizando un proceso de fuerte saneamiento, derivado del endeudamiento en euros de sus familias y empresas.
4. En el área Asia-Pacífico, la economía de **Japón** está teniendo muchas dificultades para consolidar el repunte de su producción industrial y de sus

exportaciones, agravado por el peso de su endeudamiento público y del estancamiento del consumo doméstico con leve deflación. **China** ha registrado una drástica caída de su actividad industrial orientada a los mercados exteriores, a pesar de la gestión ventajosa del tipo de cambio del yuan. Un programa fiscal muy expansivo y una política monetaria muy laxa ha impulsado el consumo doméstico, el crédito y las infraestructuras en las provincias del interior, hasta el punto de generar una burbuja de los activos inmobiliarios y financieros que amenaza con estallar. El 'People's Bank of China' ya ha iniciado una política monetaria menos expansiva, y continúa siendo la mayor fuente de financiación del déficit público USA

5. La **Reserva Federal de Estados Unidos** y el **Banco Central Europeo** han empezado a retirar los estímulos monetarios consistentes en la barra libre de liquidez ('full allotment'). La cadencia temporal de esta política es crítica, aunque será facilitada por la lentitud en la salida de la crisis y por la circunstancia de que una parte del sistema bancario está semi-nacionalizado. Los bancos supervivientes –rescatados con dinero público– están aprovechando los bajos tipos de interés oficiales para realizar voluminosas operaciones de 'carry trade' que mejoran sus beneficios, la recuperación de sus accionistas y de las retribuciones de sus directivos. En particular, la base monetaria creada para proveer de liquidez al sistema financiero no se ha trasladado a la economía real vía multiplicador del crédito. Ahora bien, si el enorme exceso de liquidez creado se filtra al crédito implicaría una salida inflacionista que elevaría el coste de la financiación a largo plazo. Así pues, las autoridades monetarias iniciarán a lo largo de 2010 una progresiva normalización de sus tipos de interés, anticipándose a los escenarios que proyectan los mercados. Los gobiernos desean una salida de la crisis con una inflación que aliviara la carga de la deuda pública, pero los bancos centrales no permitirán que sus objetivos de precios sean incumplidos. Esta normalización (subida) de tipos de interés puede generar una tormenta financiera en los mercados de bonos (deuda pública y bonos corporativos), reproduciendo los episodios de 1994 y 2004. Este horizonte de riesgo de incremento de los tipos de interés frustraría la salida de la crisis ('double-dip')

6. Los **mercados de divisas** proyectan unos escenarios 2010 que introducen incertidumbre y riesgo. La salida de la crisis de Estados Unidos antes que la Unión Europea favorecería la apreciación del **dólar**, impulsado adicionalmente por un diferencial favorable de tipos de interés debido a que la Reserva Federal subiría sus tipos antes que el Banco Central Europeo. Una salida disruptiva de la crisis mundial también apreciaría al dólar, dado que los activos denominados en la divisa estadounidense actúan como valor refugio. Contrariamente, los requerimientos domésticos de China, Japón y los recelos de los exportadores de petróleo respecto a la rentabilidad de los 'Treasury Bills' americanos, podrían provocar la depreciación disruptiva del dólar. En este punto, la progresiva corrección del déficit comercial estadounidense quitaría

presión depreciatoria sobre el dólar. Por su parte, el **euro** soporta la sombra que proyectan los ajustes de las economías de Grecia, Irlanda y España, así como el apoyo al proceso de desapalancamiento de las economías del este europeo.

7. Los mercados de **materias primas** (petróleo, metales, alimentos) reflejarán el patrón de salida de la crisis. La previsión central de una recuperación progresiva de la actividad mundial significará un incremento en la demanda, que se verá correspondido por una oferta que opera con exceso de capacidad, por lo que los precios no repuntarían. Si la salida fuera disruptiva o inflacionaria, los inversores aversos al riesgo buscarían refugio en los mercados de futuros de materias primas o en el mercado del oro, impulsando sus cotizaciones. El ejercicio 2010 no proyecta un escenario tan especulativo como el registrado en 2008, cuando la liquidez suministrada por la Fed a los bancos de inversión y otros operadores se colocó en contratos de futuros de materias primas. La apuesta por los automóviles híbridos y eléctricos puede significar un cambio histórico a medio plazo en la demanda de petróleo.
  
8. La **economía española** está empezando a registrar tasas trimestrales positivas de crecimiento del PIB. Este indicador señala que la caída libre se está frenando. Ahora bien, nuestra previsión es que la economía española no recupere todavía una tasa interanual positiva de crecimiento del PIB en 2010, ya que estimamos que se sitúe entre el -0,1 y el -1,1 %. No obstante, si la política económica y los agentes económicos y sociales consensuan las reformas y los ajustes necesarios, la economía española acabaría el ejercicio 2010 con tasas positivas de crecimiento. De todas formas, España no alcanzará de nuevo la tasa de crecimiento potencial del PIB generadora de empleo neto significativo hasta 2013. La tasa de desempleo seguirá deteriorándose en 2010, particularmente durante el primer trimestre, superando la tasa del 20% de la población activa en términos EPA (a pesar de la caída de la población activa). La cifra de población ocupada descenderá vía despidos por ajustes de plantilla y cierres empresariales (contratos temporales y fijos), abandono de la actividad de autónomos, prejubilaciones y expedientes de regulación de empleo. Existe un riesgo de que el ajuste se lleve a cabo a través del incremento de la actividad económica sumergida, particularmente entre el colectivo de inmigrantes desempleados, con los consiguientes efectos negativos en la protección y la seguridad laboral, la recaudación fiscal y la equidad competitiva. La tasa de inflación esperada para el ejercicio 2010 es del 2%, aunque podría superarse en función del impacto del aumento del tipo impositivo del IVA y del resto de la fiscalidad (estatal, autonómica y local). La reversión del proceso de destrucción de empleo y el aumento de la contratación juvenil requiere una amplia reforma que homologue las relaciones laborales con Europa: Reducción drástica de la dualidad de contratos fijos/temporales con un escalonamiento de los costes (particularmente de rescisión) a lo largo de la vida laboral, protección del desempleo que incentive la reincorporación a la actividad, políticas activas

de formación e inserción laboral, cooperación entre los servicios públicos y las empresas privadas de colocación, negociación colectiva a nivel de empresa (salarios, horarios) excepto las cuestiones sectoriales (seguridad, formación, etc.) o a escala general (fiscalidad, etc.).

9. La **política económica** del Gobierno se ha sustentado en una actitud reactiva ante la crisis que debiera reconvertirse en proactiva. La política fiscal ha consistido en parches coyunturales (transferencia de 400 €, plan de inversión local, ayudas a la compra de automóviles, etc.), que se agotan en el tiempo. El déficit público del Estado se ha situado en el 8% y del conjunto de las Administraciones Públicas en el 12%. Las liquidaciones de los Presupuestos Generales del Estado revelan que el gasto público casi duplica los ingresos públicos. La previsión del déficit público consolidado para 2010 es del 10%. La necesidad de reconducir el déficit público a la cota del 3% en los próximos ejercicios anticipa un aumento de la presión fiscal de todas las Administraciones Públicas y un severo ajuste de los programas de gasto. El nivel de deuda pública está aumentando vertiginosamente, aunque se sitúa en niveles sostenibles. El repunte de los tipos de interés y alguna eventual degradación del 'rating' encarecerá esta partida presupuestaria, aunque no alcanzará la situación de Grecia, Irlanda o los países bálticos. La Seguridad Social muestra una evolución de sus ingresos y gastos que anuncian un déficit de Tesorería a corto plazo, dada la caída de cotizantes y el aumento de las prestaciones. Esta situación demanda una reforma del Pacto de Toledo que consensue unas nuevas bases en el cálculo de las pensiones públicas, para garantizar su sostenibilidad a largo plazo.

10. El **sistema financiero español** afronta un ejercicio muy difícil, aunque ha superado con muy buena nota el impacto de la crisis financiera global. Las familias y las empresas han iniciado su necesario proceso de desapalancamiento. La demanda de crédito es baja y los activos dudosos y la morosidad siguen aumentando. El ejercicio 2010 anuncia un aumento de las daciones en pago y, particularmente, de las ejecuciones por impagos hipotecarios, tanto de promotores inmobiliarios como de familias y empresas. La salida de los balances bancarios de las propiedades inmobiliarias puede provocar un ajuste adicional de los precios de la vivienda, que puede acumular una caída de hasta el -20% en el período 2010-11 en los segmentos de mayor sobreoferta (segunda residencia turística de costa). La liquidez aportada por el Banco Central Europeo ha permitido mantener los beneficios mediante la obtención de financiación abundante al 1% y su colocación en deuda pública con rentabilidades superiores al 3,5%. La anunciada finalización de la barra libre de liquidez y la normalización de tipos oficiales cierra esa fuente de ingresos en 2010. El sistema financiero español adolece de un exceso de capacidad (oficinas, empleados) que obliga a un intenso proceso de fusiones, apoyadas por el Fondo de Reestructuración Ordenada de la Banca (FROB). Las retenciones existentes, particularmente en el ámbito de algunas cajas de ahorro, obligarán al Banco de España a dinamizar el calendario del proceso de reordenación. El

calendario de vencimientos de las precedentes emisiones de cédulas hipotecarias representan una presión en la aceleración de las operaciones de fusión, dado que los mercados mayoristas serán reacios ante entidades con bajas capitalizaciones y una propiedad y gobierno corporativo peculiar. Las cajas de ahorro deberán combinar procesos de fusión con mejoras de eficiencia a escala, acompañados de desinversiones que materialicen plusvalías, y aprovechar su red minorista para captar el aumento en la tasa de ahorro de las familias.